

Ratinggegenstand	Ratinginformationen	
Volkswagen AG (Konzern)	Rating: BBB+	Outlook: stabil
Creditreform ID: 2070000543 Gründung: 28.05.1937 als AG (Haupt-)Branche: Automobilhersteller CEO: Matthias Müller	Erstellt am: 07.06.2017 Monitoring bis: das Rating zurückgezogen wird Veröffentlichung: 21.06.2017 Ratingtyp: unbeauftragt (unsolicited) Ratingsystematik: Unternehmensrating Ratinghistorie: www.creditreform-rating.de	

Inhalt

Zusammenfassung	1
Ratingrelevante Faktoren	2
Geschäftsentwicklung und Ausblick	3
Strukturrisiko	3
Geschäftsrisiko	6
Finanzrisiko	7
Finanzkennzahlenanalyse	8

Zusammenfassung

Unternehmen

Die börsennotierte Volkswagen AG (Konzern) – im Folgenden auch VW genannt – ist einer der weltweit führenden Automobilhersteller. Neben Personenkraftwagen gehören auch Nutz- und Lastkraftwagen sowie Busse und Motorräder zum Portfolio von VW. Die Produkte werden unter den Marken Volkswagen, Audi, Skoda, Seat, Porsche, Bugatti, Lamborghini und Bentley (Personenkraftwagen, Volkswagen auch Nutzfahrzeuge), MAN und Scania (Lastkraftwagen und Busse) sowie Ducati (Motorräder) vermarktet. Insgesamt gehören 336 Modelle zum Produktspektrum von VW. Großdieselmotoren, Turbolader und Turbomaschinen gehören ebenfalls zum Produktspektrum des Konzerns. Darüber hinaus werden mit zunehmender Bedeutung Finanzdienstleistungen und automobilmnahe Services angeboten.

Mit einem Konzernumsatz von 217,27 Mrd. EUR (Vorjahr: 213,29 Mrd. EUR; +1,8%) erzielte VW im Jahr 2016 mit rund 627.000 Mitarbeitern ein Betriebsergebnis (EBIT) von 7,10 Mrd. EUR (Vorjahr: -4,07 Mrd. EUR; Vorjahr im Folgenden in Klammern). Der Konzernjahresüberschuss (EAT) belief sich auf rd. 5,38 Mrd. EUR (-1,36 Mrd. EUR). Damit konnte das Unternehmen trotz der durch die Dieseldilemma erheblich belasteten Jahre 2015 und 2016, wieder ein positives Gesamtergebnis ausweisen. Bereinigt um Sondereffekte zeigte sich die operative Profitabilität von VW mit einer EBIT-Marge von 6,7% (6,0%) merklich verbessert. Wegen eines um mehr als 5% gestiegenen Pkw-Gesamtmarktes, sank allerdings der weltweite Marktanteil von VW im wichtigen Hauptsegment auf 11,9% (12,2%). Zum Bilanzstichtag 2016 beliefen sich die Nettofinanzverbindlichkeiten auf 118 Mrd. €, was dem 4,2-fachen des EBITDA entspricht. Das im Verhältnis zum Rating vergleichsweise erhöhte Multiple ist wesentlich auf den Einfluss des kapitalintensiven, von regulatorischen Anforderungen geprägten Finanzdienstleistungsgeschäfts zurückzuführen, was allerdings durch die soliden Finanzkennzahlen des automobilen Kerngeschäfts kompensiert wird.

Mit einem Umsatzwachstum bis zu 4% und einer operativen Marge in der Bandbreite von 6,0% bis 7,0%, strebt VW auch für das Jahr 2017 eine Fortsetzung des profitablen Wachstums an. Angesichts der Markt- und Markenstärke erscheint uns dies trotz der noch nicht abgeschlossenen Dieseldilemma sowie erheblicher markt- und produktbezogener Herausforderungen, eine realistische Zielgröße, was durch die Zahlen des 1. Quartals 2017 mit einem Umsatz von 56,2 Mrd. EUR und einem EBIT von 4,4 Mrd. EUR zunächst bestätigt wurde.

Ergebnis

Mit dem vorliegenden Rating wird VW eine stark befriedigende Bonität und ein geringes bis mittleres Ausfallrisiko attestiert. Trotz anspruchsvoller Marktbedingungen und den Herausforderungen des technologischen Wandels der Automobilbranche, gehen wir davon aus, dass sich das Unternehmen stabil bzw. moderat positiv entwickelt und seine Stellung im globalen Automobilmarkt behaupten kann. Wichtige Erfolgsgrundlage bildet das Marken- und Modellportfolio, das sowohl in qualitativer Hinsicht als auch bezüglich seiner Diversifikation überzeugt. Auch wenn VW zuletzt merkliche Fortschritte bei der Bewältigung der Dieseldilemma erzielen konnte, dämpfen die damit verbundenen verbleibenden Risiken sowie der initiierte Konzernumbau das Rating.

Analysten

Christian Konieczny
Lead-Analyst

Klaus Geukes
Co-Analyst

Neuss, Deutschland

Ratingausblick

Der einjährige Ausblick für das Rating von VW ist stabil. Er unterliegt der Annahme eines insgesamt stabilen wirtschaftlichen Umfelds und eines moderaten Wachstums der weltweiten Automobilmärkte. Auf Basis der guten Finanzsituation und Innenfinanzierungskraft sollte VW in der Lage sein, die geschäftlichen Ziele zu erreichen. Allerdings dürften die automobilen Zukunftsaufgaben und die bestehenden Verpflichtungen aus der Dieselthematik belasten, woraus sich eine Verschlechterung der Finanzkennzahlen ergeben kann, was die derzeitige Ratingeinschätzung begrenzt.

Ratingrelevante Faktoren

Ausgewählte Kennwerte der Finanzkennzahlenanalyse Basis: Geschäftsbericht per 31.12. (IFRS) ¹	Strukturbilanz	
	2015	2016
Umsatz	213,3 Mrd. €	217,3 Mrd. €
EBITDA	23,7 Mrd. €	27,9 Mrd. €
EBIT	-4,1 Mrd. €	7,1 Mrd. €
EAT	-1,4 Mrd. €	5,4 Mrd. €
Bilanzsumme	340,1 Mrd. €	360,6 Mrd. €
Eigenkapitalquote	14,95%	13,46%
Kapitalbindungsdauer	35 Tage	38 Tage
Kurzfristige Kapitalbindung	43,45%	50,55%
Net-Debt / EBITDA adj.	8,53	8,65
Zinsaufwand zum Fremdkapital (mod.)	0,83%	1,04%
Gesamtkapitalrendite	0,30%	2,39%

Allgemeine Ratingfaktoren

- + Führende Marktposition im globalen Automobilmarkt
- + Diversifiziertes Geschäftsmodell mit starken Marken und breitem Produktspektrum
- + Kontinuierliches Wachstum
- + Solide Finanzlage, guter Kapitalmarktzugang

- Zyklizität des Geschäftsmodells
- Intensiver Wettbewerb
- Markteintritt neuer Wettbewerber
- Struktureller und technologischer Wandel des Automobilgeschäfts
- Hohe Kapital- und Investitionserfordernisse

Aktuelle Faktoren des Ratings 2017

- + Weltweiter Marktführer beim Automobilabsatz
- + Verbesserte operative Gewinnmarge im Jahr 2016 (trotz hoher Sonderbelastungen)
- + Umsatz- und Ergebnisentwicklung im 1. Quartal 2017; Liquidität
- + Modelloffensive im Jahr 2017 mit 60 neuen Fahrzeugen

¹ Im Rahmen der Finanzkennzahlenanalyse werden Modifikationen vorgenommen, die zu Abweichungen von den originären Daten des Ratingobjektes führen. So berücksichtigt z.B. die Kennzahl Net-Debt das gesamte bilanzielle Fremdkapital abzüglich flüssiger Mittel und Wertpapiere. Bei der Ermittlung der Eigenkapitalquote wurden im Rahmen der strukturierten Bilanzanalyse u.a. 50% des bilanzierten Goodwill und der Markennamen vom Eigenkapital abgezogen.

- Schwächeres globales Wachstum im Automobilgeschäft
- Rückläufige Verkaufszahlen bei Dieselfahrzeugen; Diskussion um Fahrverbote
- Vertrauen in die Automobilbranche durch Abgasmanipulationen bleibt beschädigt
- Rechtstreitigkeiten und Strafverfahren mit Risiken in Milliarden-Höhe (EUR), welche die Ertrags- und Finanzkraft des Konzerns schwächen können

Prospektive Ratingfaktoren

- + Prosperierende Weltkonjunktur und Automobilmärkte
 - + Erfolge bei der Reduzierung der Schadstoffemissionen, Elektrifizierung und Digitalisierung
 - + Kooperationen und Partnerschaften im Forschungs- und Entwicklungsbereich
 - + Zügiger Ausbau der für die Elektromobilität erforderlichen Infrastruktur
 - + Verstärkte staatliche Förderung der E-Mobilität
 - + Überproportionales Wachstum des Dienstleistungsgeschäfts und Finanzierungsgeschäfts
 - + Verbesserung der Profitabilitätswerte
-
- Absatzeinbruch bei Fahrzeugen mit konventionellem Antrieb
 - Rückrufaktionen für ausgelieferte Fahrzeuge wegen technischer Mängel
 - Markteintritt finanzstarker und versierter Wettbewerber im Zuge des technologischen Wandels
 - Zurückbleiben hinter den technischen Lösungen der Wettbewerber
 - Verschärfungen von Emissions- und Sicherheitsbestimmungen
 - Wachstumsschwäche in den Hauptmärkten
 - Globalisierungskritische Tendenzen und geopolitische Spannungen

Best-Case-Szenario

Best-Case-Szenario:	A-
Worst-Case-Szenario:	BBB

Im Best Case gehen wir bei VW auf Jahressicht von einer über den Erwartungen liegenden Umsatzsteigerung >5% und Ergebnisentwicklung aus, welche zu einer EBIT-Marge von >7% führt. Das Net-Debt / EBITDA adj. des Konzerns sinkt unter 8. Allerdings dürften das unsichere Marktumfeld, verbleibende Risiken aus der Dieseldematik und die herausfordernden Aufgaben aus dem Wandel der Automobilbranche sowie die daraus resultierenden finanziellen Risiken hoch bleiben, was auch in einem solchen Fall einer Ratingheraufstufung widersprechen kann.

Worst-Case-Szenario

Im jahresbezogenen Worst-Case-Szenario sehen wir eine Verschlechterung des Ratings auf BBB. Eine solche Herabstufung wäre im Falle einer nachhaltigen Verschlechterung der konjunkturellen und geopolitischen Lage mit einer deutlich rückläufigen operativen Entwicklung des VW Konzerns in Betracht zu ziehen. In Verbindung mit den erforderlichen Zukunftsinvestitionen sowie unerwarteten weiteren Auswirkungen aus der Dieseldematik könnte dies zu einer Verschlechterung der fundamentalen Ausgangslage führen.

Geschäftsentwicklung und Ausblick

Bei einem Umsatz von 217,27 Mrd. EUR (Vorjahr: 213,29 Mrd. €), davon 79,9% im Ausland, erzielte VW im Jahr 2016 einen Konzernjahresüberschuss von 5,38 Mrd. EUR (Vorjahr: -1,36 Mrd. EUR) und konnte damit den profitablen Wachstumskurs der Vorjahre wieder aufnehmen. Wesentliche Faktoren hierfür waren das gestiegene Absatzvolumen 2016 auf einen Wert von 10,39 Millionen Fahrzeugen (+3,8%), als auch die Ausweitung der Umsätze im profitablen und für das Kerngeschäft sowie die Kundenbindung wichtigen Segment „Financial Services“. Maßgeblich für die gedämpfte Ergebnislage war, wie im Vorjahr, die Dieseldematik, auch wenn sich die primär daraus resultierenden ertragsbezogenen Sondereffekte (7,52 Mrd. EUR) zum Vorjahr (16,89 Mrd. EUR) mehr als halbierten, belasten sie merklich die Ertrags- und Finanzkraft des Konzerns und werden im laufenden und in den kommenden Jahren zu erheblichen Finanzmittelabflüssen führen.

Trotz eines um 2,58 Mrd. EUR geringeren Finanzergebnisses in 2016 i.H.v. 189 Mio. EUR, konnte so ein, unter den gegebenen Umständen, beachtenswertes Ergebnis vor Steuern (EBT) von 7,29 Mrd. EUR erzielt werden. Einen hohen Einfluss auf das Ergebnis hatten die Forschungs- und Ent-

Hinweis:

Die dargestellten Szenarien basieren auf dem Informationsstand zum Erstellungsdatum des Ratings. Innerhalb des Prognosezeitraums können Sachverhalte auftreten, die eine Ratinganpassung außerhalb des hier aufgezeigten Bereiches notwendig machen.

wicklungskosten, die sich auf etwa 13,67 Mrd. EUR summierten und im Rahmen einer kontinuierlichen Erweiterung und Erneuerung der Modellreihen auf einem beachtlichen Niveau lagen. Rund 42% der Forschungs- und Entwicklungskosten wurden aktiviert, wobei dieser Bilanzposten im Rahmen unserer Finanzkennzahlenanalyse vom Eigenkapital abgezogen wird.

VW erzielte in 2016 eine EBIT-Marge von 3,3%, die auch bei Bereinigung um Sondereffekte mit einem Wert von 6,7% im Branchenvergleich noch Kosteneffizienzpotenzial erwarten lässt. Mit Ausnahme des Bereichs Power Engineering, dem mit rd. 2% Umsatzanteil eine vergleichsweise geringe Bedeutung zukommt, konnten die Hauptsegmente Pkw, Nfz und Finanzdienstleistungen (vor Überleitung Konzern) einen positiven Beitrag zu diesem Ergebnis beisteuern. Zudem ist anzumerken, dass die geographische Diversifizierung mit Umsatzanteilen von 20% für Deutschland, 43% für das restliche Europa (und übrige Märkte), 16% für Asien-Pazifik und 16% für Nord-Amerika sowie 4% für Süd-Amerika zur stabilen Positionierung von VW beitrug, womit das Europageschäft inkl. Deutschland, den wesentlichen Umsatzbeitrag leistet.

Im Einzelnen stellen sich die geschäftsbezogenen Informationen von VW für das Jahr 2016 wie folgt dar.

Segmentinformationen (Mio. EUR)	2016		
	Umsatz	EBIT	EBIT-Marge
Pkw	177.815	5.235	2,9%
Nfz	32.080	718	2,2%
Power Engineering	3.593	-217	-6,0%
Finanzdienstleistungen	31.251	2.435	7,8%
Konsolidierung/Überleitung	-27.472	-1.068	--
Konzern	217.267	7.103	3,3%

Die Tabelle verdeutlicht die vergleichsweise hohe Bedeutung des Bereichs Finanzdienstleistungen für den Konzern. Neben den rein operativen Zahlen leiten wir aus diesem auch qualitativ positive Effekte für das Kerngeschäft Automobile, wie z.B. Kundenbindung, Konfiguration, Verkaufspreise und Kauffrequenz, ab. Die Umsatz- und Ergebnisrechnung des Konzerns bereinigt um die Beiträge aus dem Bereich Finanzdienstleistungen sind in der folgenden Tabelle dargestellt.

Konzern ohne Finanzdienstleistungen				
inkl. Zuordnung der Konsolidierung zwischen den Konzernbereichen Automobile und Finanzdienstleistungen				
(Mio. EUR)	2015 Ist	2015 Marge	2016 Ist	2016 Marge
Umsatz	183.936	--	186.016	--
EBITDA	7.212	3,9%	18.999	10,2%
EBIT	-6.305	-3,4%	4.668	2,5%
EBT	-3.634	-2,0%	4.884	2,6%
EAT	-3.107	-1,7%	3.735	2,0%
Net Debt / EBITDA ²	15,5	--	6,4	--

Für das Jahr 2017 strebt der VW Konzern einen positiven Umsatztrend von bis zu +4,0% an, was einem Umsatzvolumen von bis zu 226 Mrd. EUR entspräche. Hinsichtlich der operativen Rendite wird ein Zielbereich von 6,0% bis 7,0% angegeben, was bei einem Zielumsatz von 226 Mrd. EUR einer Bandbreite von 13,5 bis zu 15,8 Mrd. EUR entspricht. Dabei sollen insbesondere die Einführung neuer Modelle und ein erweitertes Dienstleistungsangebot positive Impulse erbringen. Investitionen in die Elektrifizierung und Digitalisierung der Fahrzeugflotte bei gleichzeitigen Investitionen in

² Der Kennwert Net Debt bezieht sich auf das gesamte bilanzielle Fremdkapital des Automobilbereiches abzüglich der flüssigen Mittel und Wertpapiere. Das EBITDA entspricht dem vom VW Konzern ausgewiesenen Wert.

die Verbrennungsmotorentechnik dürften allerdings zu Ergebnis- und Finanzbelastungen führen und dem positiven Trend entgegen wirken. Angesichts der strukturellen Maßnahmen und der angestrebten Verbesserung der Kosteneffizienz sowie der marktbezogenen Positionierung von VW und seinen Marken, halten wir das Erreichen der angestrebten Jahresziele allerdings für realistisch.

Die Ergebnisse des 1. Quartals 2017 stützen diese Einschätzung. Mit einem um 1,3% höheren Fahrzeugabsatz zur Vorjahresperiode von in Summe 2.610 Tsd. Fahrzeugen, konnte der Konzern seinen Umsatz im 1. Quartal 2017 überproportional auf 56,2 Mrd. EUR (+10,3%) steigern und ein EBIT von rd. 4,4 Mrd. EUR (+27%) bzw. eine EBIT-Marge von 7,8% erzielen. Das EBT belief sich auf 4,6 Mrd. EUR. Dabei profitierte der Konzern Angabe gemäß von neuen Modellen wie dem SUV VW Tiguan und einem insgesamt günstigeren Produktmix bzw. höheren Margen aus Effizienzsteigerungen. Der Auslandsanteil der Umsätze blieb mit 80% konstant. VW konnte im 1. Quartal 2017 die Geschäftszahlen des Vorjahreszeitraums damit übertreffen und so die bisherigen Prognosen für das laufende Jahr bestätigen. Trotz höherer Auszahlungen wegen der Diesellaffäre und damit belasteten Cashflows sehen wir die Finanzkraft und Liquiditätssituation weiterhin als stabil an.

Strukturrisiko

Als einer der weltweit führenden Automobilhersteller ist VW in allen wesentlichen Märkten vertreten. Muttergesellschaft ist die Volkswagen AG, Wolfsburg. Der Konzern besteht aus 1.068 vollkonsolidierten Unternehmen und weiteren 442 assoziierten Unternehmen und Beteiligungen, etc.

Unternehmensgegenstand sind die Entwicklung, Herstellung und der Vertrieb von Motoren, Pkw, leichten Nfz, Lkw, Bussen, Motorrädern sowie das Geschäft mit Originalteilen, Großdieselmotoren, Turbomaschinen, Spezialgetrieben, Antriebskomponenten und Prüfsystemen. Ergänzt wird das Geschäft durch das Segment Finanzdienstleistungen, welches die Händler- und Kundenfinanzierung, das Leasing-, Bank- und Versicherungsgeschäft, das Flottenmanagement sowie die Mobilitätsangebote bündelt.

Per 31.12.2016 hielt die Porsche Automobil Holding SE 30,8% der Aktien der VW AG. Weitere Hauptaktionäre waren die Qatar Holding LLC (14,6%), das Bundesland Niedersachsen (11,8%) sowie aus- und inländische Institutionelle (24,8%). Die übrigen Anteile stehen im Streubesitz (18,0%). Abweichend von der Kapitalverteilung entfielen 52,2% der Stimmrechte auf die Porsche Automobil Holding SE, 20% auf das Bundesland Niedersachsen und 17% auf die Qatar Holding LLC sowie 10,8% auf die übrigen Aktionäre. Gemäß „VW-Gesetz“ können wichtige Beschlüsse nur mit einer Stimmenmehrheit von mehr als 80% getroffen werden. Dies führt dazu, dass das Bundesland Niedersachsen mit seinem Stimmenanteil von 20% maßgeblich die Geschicke bei VW mit beeinflussen kann.

Die Marken von VW sind in eigenen Gesellschaften rechtlich verselbstständigt. Jede Marke des Volkswagen Konzerns wird von einem Markenvorstand geleitet, der im Kontext der Konzernvorgaben die eigenständige Entwicklung der jeweiligen Marke sicherstellt.

Im Rahmen seiner globalen Präsenz verfügt VW über insgesamt 120 nationale und internationale Produktionsstandorte, was angesichts aktueller protektionistischer Strömungen als struktureller Vorteil interpretiert werden kann. Neben eigenen Niederlassungen stützt sich VW beim Vertrieb im In- und Ausland auf ein dichtes Händler- und Importeur-Netzwerk, das dem Unternehmen eine gute Marktabdeckung ermöglicht. Obwohl das Vertriebsnetzwerk relativ granular ist und VW durch dezidierte Verträge Einflüsse auf die Händlerschaft nimmt, sind Risiken hinsichtlich bestehender Eigeninteressen des Automobilhandels nicht auszuschließen. Ähnliches gilt für den Einkauf, wo einzelne Lieferanten aufgrund produkt- und marktspezifischer Faktoren über eine vergleichsweise starke Stellung gegenüber VW verfügen können.

Ein strukturelles Risiko ergibt sich für VW auch aus den sich abzeichnenden Veränderungen in der Automobilindustrie, wo Digitalisierung, Elektrifizierung und Konzepte für autonomes Fahren die Automobilhersteller vor große Herausforderungen stellt. Hinzu kommen kürzer werdende Innovationszyklen und der Markteintritt neuer Wettbewerber, welche einen steigenden Kapitalbedarf nach sich ziehen. Mit dem Strategieprogramm „Together – Strategie 2025“ hat VW einen grundlegenden Strukturwandel eingeleitet, der dem Unternehmen die erfolgreiche Bewältigung der Zukunftsaufgaben ermöglichen soll.

VW verfügt über ein umfassendes Produktportfolio, das auf unterschiedlichste Käuferschichten ausgerichtet und sehr gut diversifiziert ist. Vom vergleichsweise günstigen und verbrauchsarmen Kleinwagen bis zum Luxusfahrzeug werden sämtliche Segmente des Bereichs Personenkraftwagen abgedeckt. Hinzu kommen Lastkraftwagen, Nutzfahrzeuge und Busse sowie Motorräder. Die produktbezogene Vielfalt trägt maßgeblich zur soliden Marktpositionierung von VW bei.

Inklusive seiner chinesischen Gemeinschaftsunternehmen beschäftigte VW Ende des Jahres 2016 rund 627.000 Mitarbeiter, was gegenüber dem Vorjahr einem Zuwachs von 2,7% entspricht. Davon waren 44,9% (45,7%) im Inland beschäftigt. Im Hinblick auf einen strukturellen Umbau plant das Unternehmen 23.000 Arbeitsplätze sozialverträglich abzubauen, woraus Sonderlasten nicht auszuschließen sind. Im Gegenzug sollen zur Bewältigung des bevorstehenden technologischen und unternehmerischen Wandels 9.000 neue Arbeitsplätze entstehen.

Die strukturellen und personellen Faktoren, das Zukunftskonzept als auch die geplanten Investitionen in innovative Technologien und Mobilitätslösungen sind zu begrüßen. Allerdings sind in den kommenden Jahren erhöhte Belastungen infolge der bevorstehenden automobilen Transformation und durch die Dieseldiskussion einzurechnen.

Geschäftsrisiko

Das Geschäftsmodell des VW Konzerns ist das Automobilgeschäft, wobei VW große Teile der Wertschöpfungskette abdeckt und ein breites Spektrum an Produkten und Dienstleistungen anbietet. Als globaler Anbieter der Automobilindustrie ist VW essentiell von einer gut funktionierenden internationalen wirtschaftlichen Zusammenarbeit abhängig. Entsprechend könnten Handelshemmnisse, wie sie sich zurzeit in Form eines zunehmenden Protektionismus, dem BREXIT oder globalisierungskritischen Äußerungen andeuten, zu Nachfragerückgängen und Ergebniseinbußen aber auch zu negativen FX-Effekten führen. Um sich gegen solche Entwicklungen zu wappnen, hat VW seine Produktion weltweit in den relevanten Zielmärkten etabliert und entsprechende Strukturen auch für sein Lieferantensystem geschaffen.

Das Branchenrisiko ist statistisch gesehen im Heimatmarkt des Konzerns gering. Als zyklisches Unternehmen ist VW erhöhten Konjunkturschwankungen ausgesetzt, welche zu stärkeren Nachfragerückgängen und Ergebniseinbußen führen können. Allerdings kann relativierend die globale Präsenz und gute Marktetablierung von VW angeführt werden, die das Unternehmen vergleichsweise gut in die Lage versetzt, Nachfrageschwankungen auszugleichen.

Auch hinsichtlich des absehbaren automobilen Wandels, mit erheblichen technologischen Herausforderungen und dem Eintritt neuer Wettbewerber, ist VW erheblichen Unsicherheiten ausgesetzt. Insbesondere mit Blick auf die Elektrifizierung und Digitalisierung sowie das autonome Fahren zeichnen sich für VW, neben hohen Investitions- und Innovationserfordernissen, auch eine grundlegende Transformation des Unternehmensaufbaus ab. Die erfolgreiche Bewältigung der Zukunftsaufgaben kann als eine essentielle Voraussetzung für den Erhalt der führenden Marktstellung von VW gesehen werden.

Ein bedeutendes Risiko besteht kurz- bis mittelfristig auch in möglichen Verschärfungen von Gesetzen und Regulierungen, bezüglich der Emissions- und Sicherheitsbestimmungen, was erhöhten finanziellen Anforderungen einhergehen würde. Auch Nutzungsbeschränkungen für Dieselfahrzeuge oder neue Messverfahren zur Abbildung eines normierten Fahrzyklus und fiskalpolitische Maßnahmen könnten VW vor weitere Herausforderungen stellen.

Essentielle Geschäftsrisiken für VW ergeben sich auch in operativer Hinsicht. So können Produktionsunterbrechungen oder Mehrkosten bei der Einhaltung von Qualitätsstandards negative Ergebnisauswirkungen haben. Gleichwohl sind angesichts der verzahnten Zusammenarbeit von OEM und Zulieferern und der hohen Komplexität im Lieferantennetzwerk entsprechende Risiken nicht gänzlich auszuschließen. Ähnliches gilt hinsichtlich des schwerpunktmäßig aus selbständigen Händlern und Importeuren bestehenden Vertriebsnetzwerks.

Schließlich sind noch Risiken aus der Internationalität des Geschäfts zu nennen, die sich für VW in Form von Währungs-, Rohstoffpreis- oder Rechtsrisiken ergeben. Allerdings finden diese in Form der globalen Infrastruktur und dem Einsatz adäquater Sicherungsinstrumente eine angemessene Relativierung.

Auch wenn VW die Risiken hinsichtlich der „Dieselaffäre“ zu wesentlichen Teilen bilanziell abbilden konnte und durch diverse Vergleichsvereinbarungen bestehende Rechtsrisiken besser kalkulierbar sind, verbleiben dennoch erheblich Unwägbarkeiten, welche mit deutlichen Belastungen einhergehen können und bis auf weiteres das Gesamtbild von VW maßgeblich mitbestimmen.

Finanzrisiko

Neben einer gemäß der strukturierten Bilanzanalyse ermittelten Eigenkapitalquote³ von 13,5% (Vorjahr 15,0%) wies VW zum Bilanzstichtag 2016 Netto-Finanzverbindlichkeiten in Höhe von 118,0 Mrd. € (Vorjahr: 109,7 Mrd. €) auf, was dem 4,2-fachen (Vorjahr: 4,6-fachen) des EBITDA entspricht. Im Vergleich dazu wies die Kennzahl „Nettoverschuldung zu EBITDA adj.“ in 2016 mit einem Multiple von 8,7 ebenfalls einen für ein „BBB+“-Rating vergleichsweise hohen Wert auf. Bei der Interpretation ist jedoch zu berücksichtigen, dass einerseits in die Kenngröße Debt die gesamten bilanziellen Schulden einbezogen werden und unternehmensspezifisch, das kapitalintensive, von regulatorischen Anforderungen geprägte Finanzdienstleistungsgeschäft die Größe Debt stark beeinflusst, weshalb sich die Kennzahlensprägung auch deshalb entsprechend erhöht darstellt. Ohne Inkludierung des Finanzgeschäfts stellten sich die Verschuldungskennziffern deutlich niedriger dar.

Laut Konzernbilanz summierten sich die Finanzschulden (ohne sonstige finanzielle Verbindlichkeiten) zum Bilanzstichtag 2016 auf 154,8 Mrd. EUR. Sie setzen sich primär aus Anleihen und Schuldverschreibungen (93,2 Mrd. EUR), Bankkrediten (25,0 Mrd. EUR) sowie Verbindlichkeiten aus dem Einlagengeschäft (33,8 Mrd. EUR) zusammen, womit die Fremdkapitalstruktur von VW eine gute Diversifizierung aufwies, was hinsichtlich der Fristigkeiten jedoch nur eingeschränkt galt, wo die kurzfristigen Finanzschulden die mittel- und langfristigen Schulden deutlich überwogen. Insgesamt verfügt VW noch über hinreichende Finanzierungsspielräume, deren Ausnutzung allerdings das Rating belasten kann. Auf zeitweise Einschränkungen der Kreditverfügbarkeiten im Rahmen der Dieselaffäre hat der VW Konzern reagiert, indem er eine Diversifizierung der genutzten Kapitalmärkte und Finanzierungsinstrumente forciert hat, so dass für VW weiterhin eine gute Kapitalmarktfähigkeit zu konstatieren ist.

Zur Absicherung der Zahlungsfähigkeit standen VW zum Bilanzstichtag 2016 liquide Mittel und kurzfristige Wertpapiere in Höhe von 36,8 Mrd. EUR sowie nicht genutzte syndizierte Kreditlinien in Höhe von 27,4 Mrd. € zur Verfügung. Zusammen mit weiteren freien Fazilitäten in Höhe von rund 6 Mrd. EUR sehen wir für VW einen robusten finanziellen Head Room gegeben. Vor allem stellt die operative Innenfinanzierungskraft eine weitere finanzielle Absicherung von VW dar. Zu beachten sind die Besonderheiten in Bezug auf den Finanzdienstleistungsbereich, der geschäftsimmanenten und regulatorischen Besonderheiten unterliegt. Wir verweisen hierzu auch auf unseren Ratingbericht zum Bankenrating über die Volkswagen Financial Services AG vom 23.02.2017 (A- LT, L2 ST, Outlook negativ). Nachrichtlich erwähnen wir unsere Ratings über diverse Auto ABS Securitizations Notes der VCL Multi-Compartment S.A. bzw. der Volkswagen Leasing GmbH (Originator).

In der Summe weist VW eine gute finanzielle Ausgangslage auf, welche im Hinblick auf die hohen Kapitalerfordernisse eine geeignete Basis darstellt. Gleichwohl sind konjunkturelle Schwankungen, Nachfragerückgänge sowie erhöhte Finanzanforderungen im Hinblick auf die Bewältigung der laufenden Markt- und Zukunftsaufgaben sowie der Dieseldematik ratingrelevant zu berücksichtigen.

³ Bei der Ermittlung der Eigenkapitalquote wurden im Rahmen der strukturierten Bilanzanalyse u.a. 50% des bilanzierten Goodwill und der Markenamen vom Eigenkapital abgezogen.

Finanzkennzahlenanalyse

Kennzahlenübersicht

	2015	2016
Vermögensstruktur		
Anlagenintensität (%)	36,07	35,43
Kapitalumschlag	0,65	0,62
Deckungsgrad des Anlagevermögens (%)	95,34	89,25
Quote der Zahlungsmittel (%)	10,55	10,20
Kapitalstruktur		
Eigenkapitalquote (%)	14,95	13,46
Kurzfristige Fremdkapitalquote (%)	44,82	50,21
Langfristige Fremdkapitalquote (%)	19,44	18,16
Kapitalbindungsdauer (Tage)	35,01	38,29
Quote Verbindlichkeiten aus LL (%)	6,02	6,32
Kurzfristige Kapitalbindung (%)	43,45	50,55
Gearing	4,98	5,67
Verschuldungsgrad	6,15	7,05
Finanzkraft		
Cashflow zur Gesamtleistung (%)	17,97	11,15
Cashflow ROI (%)	11,27	6,72
Debt / EBITDA adj.	9,73	9,81
Net-Debt / EBITDA adj.	8,53	8,65
ROCE (%)	7,05	7,80
Dynamische Entschuldungsdauer (Jahre)	-6,71	10,88
Rentabilität		
Rohertragsquote (%)	32,63	35,42
EBIT Interest Coverage	-1,70	2,19
EBITDA Interest Coverage	6,51	8,59
Personalaufwandsquote (%)	17,00	17,04
Materialaufwandsquote (%)	67,37	64,58
Zinsaufwand zum Fremdkapital mod. (%)	0,83	1,04
Gesamtkapitalrentabilität (%)	0,30	2,39
Eigenkapitalrentabilität (%)	-2,57	10,83
Umsatzrentabilität (%)	-0,64	2,48
Operative Rentabilität (%)	-1,91	3,27
Liquidität		
Liquidität I. Grades (%)	13,69	10,64
Liquidität II. Grades (%)	74,96	64,73
Liquidität III. Grades (%)	142,63	128,60

Regulatorik

Die Creditreform Rating AG wurde für das vorliegende Rating weder vom Ratingobjekt noch von anderen Dritten zur Erstellung beauftragt. Die Analyse fand auf freiwilliger Basis durch die Creditreform Rating AG statt und ist ein unbeauftragtes (unsolicited) Rating im regulatorischen Sinne.

Das Rating basiert auf öffentlich zugänglichen Informationen sowie internen Evaluierungsmethoden zu dem bewerteten Unternehmen. Die quantitativen Analysen basieren hauptsächlich auf dem letzten Konzernabschluss sowie den letzten Zwischenberichten und Presseveröffentlichungen durch das Unternehmen.

Das Rating wurde durch die Analysten Christian Konieczny und Klaus Geukes erstellt. Ein Managementgespräch fand im Rahmen des Ratingprozesses nicht statt.

Die verarbeiteten Informationen und Unterlagen genügten den Anforderungen gemäß der auf der Internetseite www.creditreform-rating.de veröffentlichten Ratingsystematik der Creditreform Rating AG. Das Rating wurde auf Grundlage der Ratingsystematik für Unternehmen durchgeführt.

Am 7. Juni 2017 wurde das Rating von den Analysten dem Ratingkomitee vorgestellt und in einem Beschluss festgesetzt.

Das Ratingergebnis wurde VW am 8. Juni 2017 mitgeteilt. Der Ratingbericht wurde dem Unternehmen im Entwurf ebenfalls zu diesem Datum zur Verfügung gestellt. Eine Veränderung der Ratingnote ergab sich im Anschluss nicht.

Das Rating unterliegt solange einem Monitoring, bis es von der Creditreform Rating AG zurückgezogen wird (not rated bzw. n.r.).

Die Creditreform Rating AG ist seit 2011 gemäß der EU-Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 (sog. „EU-Ratingverordnung“) als Ratingagentur zur Ausübung der Ratingtätigkeit innerhalb der Europäischen Union registriert. Aufgrund dieser Registrierung darf die Creditreform Rating AG (im Folgenden: CRAG) Ratings in der Europäischen Union erstellen; gleichzeitig ist sie zur Einhaltung der Regelungen der EU-Ratingverordnung verpflichtet.

Interessenkonflikte

Während des Ratingprozesses wurden keine Interessenkonflikte identifiziert, die die Analysen und Urteile der Ratinganalysten, Mitarbeiter oder anderer natürlicher Personen, deren Dienstleistungen von der CRAG in Anspruch genommen werden oder von ihr kontrolliert werden und die direkt an Ratingtätigkeiten beteiligt sind, und der Personen, die Ratings und Ratingausblicke genehmigen, beeinflussen können.

Die CRAG wird die Erbringung von Nebendienstleistungen nebst der Erbringung der Ratingtätigkeit offenlegen und in dem Ratingbericht veröffentlichen.

Vorschriften für die Gestaltung von Ratings und Ratingausblicken

Die Genehmigung von Ratings richtet sich nach den internen Handlungsanweisungen über das Ratingkomitee. Gemäß den internen Richtlinien werden alle Ratings und alle Ratingausblicke in einem Ratingkomitee auf der Grundlage des Einstimmigkeitsprinzips genehmigt.

Die CRAG hat bei der Erstellung dieses Ratings folgende Informationsquellen von wesentlicher Bedeutung herangezogen:

1. Jahresabschlussbericht
2. Website
3. Internetrecherche.

Bei der Ratingveröffentlichung wurden seitens der CRAG alle Kennzeichen und eventuellen Einschränkungen des Ratings oder Ratingausblicks vermerkt. Darüber hinaus hält die CRAG die Qualität der über das bewertete Unternehmen (Ratingobjekt) verfügbaren Informationen für

zufriedenstellend. Bezugnehmend auf das bewertete Ratingobjekt hält die CRAG die verfügbaren historischen Daten ebenfalls für zufriedenstellend.

In der Zeit zwischen der Mitteilung des Ratings an das bewertete Ratingobjekt und dem Zeitpunkt der Ratingveröffentlichung auf der Website der CRAG wurden keine Ratingänderungen vorgenommen.

Die sog. „Grundlegende Informationskarte des Ratings“ enthält den Hinweis auf die im Ratingprozess angewandte Hauptmethode oder die Version der verwendeten Ratingmethodik mit der Angabe, an welcher Stelle die umfassende Beschreibung dieser Methode(n) zu finden ist.

Gründet sich das Rating auf mehr als eine Methode oder verleitet der alleinige Verweis auf die Hauptmethode die Anleger dazu, wichtige Aspekte des Ratings zu übersehen, d. h. auch wichtige Anpassungen und Abweichungen, erläutert die CRAG diesen Umstand in ihrem Rating und erklärt, wie die verschiedenen Methoden oder diese anderen Aspekte beim Rating berücksichtigt wurden. Dieser Hinweis ist in dem Ratingbericht enthalten.

Die Bedeutung jeder Ratingkategorie, die Definition des Ausfalls oder Forderungseinzugs sowie geeignete Risikowarnungen, einschließlich einer Sensitivitätsanalyse der einschlägigen grundlegenden Annahmen wie mathematische Annahmen oder Korrelationsannahmen, samt der Ratings für den schlechtesten und den besten angenommenen Fall wurden erläutert.

Das Datum, an dem das Rating erstmals veröffentlicht wurde, sowie seine letzte Aktualisierung einschließlich etwaiger Ratingausblicke ist klar und deutlich in der sog. „Grundlegenden Informationskarte („Basic data“ Card) angegeben; dort ist das erste Veröffentlichungsdatum unter „initial rating“ klar angegeben sowie etwaige weitere Aktualisierungen des Ratings oder Ratingausblicks wie bspw. „update“, „upgrade oder downgrade“, „not rated“, „confirmed“, „selective default“ oder „default“.

Im Falle eines Ratingausblicks wird der Zeithorizont für den Ratingausblick in der sog. „Grundlegenden Informationskarte“ angegeben, bis zu dem eine Änderung des Ratings zu erwarten ist.

Gemäß Artikel 11 Absatz 2 der EU-Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 stellen registrierte und zertifizierte Ratingagenturen in einem von der ESMA eingerichteten zentralen Datenspeicher Informationen über ihre bisherigen Ergebnisse, einschließlich Angaben zur Häufigkeit von Ratingänderungen sowie zu früher abgegebenen Ratings und deren Änderung zur Verfügung. Die Rating-agenturen stellen diesem Datenspeicher die Informationen wie von der ESMA festgelegt in standardisierter Form zur Verfügung. Die ESMA macht diese Informationen öffentlich zugänglich und veröffentlicht jährlich eine Zusammenfassung. Diese Informationen sind über den folgenden Link einsehbar:

<https://cerep.esma.europa.eu/cerep-web/statistics/default.html>.

Die Ausfalldefinitionen und die Erklärungen der Ausfalldefinitionen sind in der jeweiligen dazugehörigen Ratingmethodik auf der Website der CRAG einsehbar und abrufbar. Weitere Informationen können ebenfalls über die CRAG Website in dem Dokument „Grundlagen und Prinzipien bei der Erstellung von Ratings“ eingesehen werden.

Disclaimer

Maßgeblich für die Durchführung eines Ratings ist der auf der Internetseite der Creditreform Rating AG veröffentlichte „Verhaltenskodex der Creditreform Rating AG“. Die Creditreform Rating AG erarbeitet danach systematisch und mit der gebotenen fachlichen Sorgfalt ihre unabhängige und objektive Meinung über die Zukunftsfähigkeit, die Risiken und die Chancen des beurteilten Unternehmens zum Stichtag, an dem das Rating erteilt wird.

Künftige Ereignisse sind ungewiss, ihre Vorhersage beruht notwendigerweise auf Einschätzungen. Das Rating ist somit keine Tatsachenbehauptung, sondern eine Meinungsäußerung. Die Creditreform Rating AG haftet daher nicht für Schäden, die darauf beruhen, dass Entscheidungen auf ein von ihr erstelltes Rating gestützt werden. Diese Ratings sind auch keine Empfehlungen für Investoren, Käufer oder Verkäufer. Sie sollen von Marktteilnehmern (Unternehmen, Banken, Investoren etc.) nur als ein Faktor im Rahmen von Unternehmens- oder Anlageentscheidungen betrachtet werden. Sie können Eigenuntersuchungen und Bewertungen nicht ersetzen.

Wir unterstellen, dass uns eventuell vom Unternehmen ergänzend zur Verfügung gestellte Dokumente und Informationen vollständig und inhaltlich korrekt sind und vorgelegte Kopien unverändert und vollständig den Inhalt der Originale wiedergeben. Die Creditreform Rating AG übernimmt keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der verarbeiteten Informationen.

Dieser Bericht ist urheberrechtlich geschützt. Die gewerbsmäßige Verwertung, ohne eine schriftliche Zustimmung der Creditreform Rating AG, ist unzulässig. Um die Gesamtaussage des Inhaltes nicht zu verfälschen, darf grundsätzlich nur der vollständige Bericht veröffentlicht werden. Auszüge dürfen nur mit Zustimmung der Creditreform Rating AG verwendet werden. Eine Veröffentlichung des Ratings ohne Kenntnis der Creditreform Rating AG ist nicht zulässig. Ausschließlich Ratings, die auf der Internetseite der Creditreform Rating AG veröffentlicht sind, sind als aktuell anzusehen.

Creditreform Rating AG

Kontaktdaten

Creditreform Rating AG Hellersbergstraße 11 D-41460 Neuss	Volkswagen AG Investor Relations, Brieffach 1849 38436 Wolfsburg
Telefon +49 (0) 2131 / 109-626 Telefax +49 (0) 2131 / 109-627	Investor Relations: Telefon +49 (0) 53619 49840
E-Mail info@creditreform-rating.de www.creditreform-rating.de	E-Mail investor.relations@volkswagen.de www.volkswagen.com
Vorstand Dr. Michael Munsch	CEO Matthias Müller
Aufsichtsratsvorsitzender: Prof. Dr. Helmut Rödl HR Neuss B 10522	Aufsichtsratsvorsitzender: Hans Dieter Pötsch